

Bronbelasting en rente-ecart

Na een kortstondig bestaan zal de Duitse bronbelasting per 1 juli a.s. weer afgeschaft worden. Hoewel deze belasting dan precies een half jaar bestaan heeft, zullen de effecten zich uiteindelijk over een veel langere periode uitstreken. Reeds na de aankondiging van de invoering van de bronbelasting in oktober 1987 kwam er een kapitaalvlucht uit de Bondsrepubliek op gang. In dit artikel wordt met behulp van regressie-analyses aangetoond dat het rente-ecart met de Bondsrepubliek van verscheidene Europese landen, waaronder Nederland, vanaf oktober 1987 door de aankondiging onder druk is gezet. De auteur spreekt de verwachting uit dat de aangekondigde opheffing een tegenovergesteld effect zal hebben.

DRS. W.C. BOESCHOTEN*

Aankondigingen van fiscale maatregelen kunnen sterke economische reacties oproepen. Een recent voorbeeld vormt de aankondiging in oktober 1987 van de invoering van de Duitse bronbelasting van 10 procent op rente-inkomsten per 1 januari 1989. De netto lange kapitaalstroom uit Duitsland liep in 1988 prompt op tot DM 85 miljard, ruim drie en half keer zoveel als het jaar ervoor. Dit ging gepaard met een opwaartse druk op de Duitse lange rente, die ertoe leidde dat deze tijdelijk boven de lange rente in ons land kwam te liggen. Een en ander is voor de Duitse regering aanleiding geweest om een half jaar na invoering de gewraakte maatregel per 1 juli weer in te trekken. In dit artikel wordt het effect van de aankondiging van de Duitse bronbelasting op de kapitaalmarktrente gekwantificeerd en wordt nagegaan in hoeverre daarbij sprake is geweest van een overreactie.

Na een korte schets van de recente ontwikkelingen op het gebied van de harmonisatie van de bronbelasting in Europees verband, wordt vervolgens ingegaan op de aankondiging en invoering van de bronbelasting in de Bondsrepubliek. Aansluitend wordt het effect ervan op het rente-ecart met Nederland alsmede – ter vergelijking – een vijftal andere Europese landen beschouwd. Tot slot volgen enige samenvattende conclusies.

Huidige situatie

De invoering van de Duitse bronbelasting per 1 januari jongstleden paste geheel in de plannen van de Europese Commissie om in het kader van de liberalisering van het kapitaalverkeer binnen de Europese Gemeenschap tot een uniforme bronbelasting op rentebetalingen te komen. Met name Frankrijk en in mindere mate Italië, die beide reeds een bronbelasting kennen, vrezden bij volledige liberalisering van hun kapitaalverkeer in juli 1990 een kapitaalvlucht naar landen zonder bronbelasting. Binnen Europa moet daarbij met name gedacht worden aan Denemarken en Ne-

derland waar uitsluitend een meldingsplicht van banken bestaat, alsmede aan Luxemburg waar bronbelasting noch meldingsplicht geldt; zie tabel 1.

Ogmerk van de invoering van een uniforme minimum bronbelasting in de EG is beperking van belastingontduiking en voorkoming van kapitaalvlucht. De voorgestelde maatregel stuit met name op bezwaren van Groot-Brittannië, Luxemburg, Denemarken en Nederland. Een alternatief en wellicht doeltreffender instrument is een uniforme fiscale informatieplicht. De Europese Commissie geeft evenwel de voorkeur aan bronbelasting. Een van de argumenten hiervoor is dat, de Bondsrepubliek meegerekend, negen van de twaalf lidstaten een bronbelasting kennen, met overigens zeer uiteenlopende percentages en voorwaarden. De recente beslissing van Duitsland om de bronbelasting in te trekken heeft dit argument evenwel verzwakt.

De door de Europese Commissie begin februari gedane voorstellen behelzen een bronbelasting van minstens 15 procent op rente-inkomsten uit Europese obligaties alsmede bank- en spaarrekeningen¹. Het percentage is met 15% – bij benadering het gemiddelde van de reeds bestaande tarieven – met opzet laag gehouden, om de beleggers van buiten de Europese Gemeenschap niet af te schrikken. Rente-inkomsten op Eurobonds (obligaties die worden uitgegeven in een andere valuta dan die van het land van emissie) blijven onder bepaalde voorwaarden buiten het bronbelastingregime. Dit, om aantasting van de positie van de Europese landen op deze zeer flexibele en minimaal gereguleerde markt, ten gunste van financiële centra buiten de Europese Gemeenschap te voorkomen. Ook de kleine

* De auteur is als adjunct-chef van de afdeling Wetenschappelijk Onderzoek en Econometrie werkzaam bij de Nederlandsche Bank. Met dank aan drs. A.P. Huijser en drs. C. Voormeulen voor hun commentaar bij een eerdere versie.

1. Zie ook: Commission de Communautés Européennes, *Mesures fiscales à adopter par la Communauté en liaison avec la libéralisation de mouvements de capitaux* (version provisoire), Brussel, 8 februari 1989.

Tabel 1. Bronbelasting op rente-inkomsten in EG-landen in procenten

Land	Obligaties		Deposito's	
	inge-zetenen	niet-inge-zetenen	inge-zetenen	niet-inge-zetenen
België	25	—	25	—
Denemarken	M*	—	M*	—
Duitsland	10 ^a	10 ^a	10 ^a	10 ^a
Griekenland	25	t/m 46/50 ^b	—	—
Spanje	20	20	20	20
Frankrijk	27 ^c /52 ^d	—	47 ^c	—
Ierland	32 ^e	32 ^e	32 ^e	—
Italië	0-30 ^f	0-30 ^f	30	30
Luxemburg	—	—	—	—
Nederland	M*	M*	M*	M*
Portugal	25	25	20	20
Verenigd Koninkrijk	25 ^g	25 ^g	25 ^g	—

* M = meldingsplicht voor financiële instellingen aan de fiscus.

a. Tot juli 1989; 25% in geval van converteerbare en winstdelende obligaties.

b. 46% voor vennootschappen; progressief tot 50% voor natuurlijke personen.

c. Of progressief tarief (optie belastingplichtige).

d. Indien de ontvanger anoniem wenst te blijven.

e. Volgens voorstellen in de begroting voor 1989. Tarieven zijn onderhevig aan uitzonderingen.

f. Afhankelijk van type obligatie en uitgiftedatum.

g. Interest op genoteerde Eurobonds is vrijgesteld.

Bron: Internationaal Belasting Documentatie Bureau te Amsterdam.

spaarder blijft in de voorstellen van de Europese Commissie buiten schot. Tot welk bedrag de rente wordt vrijgesteld van belastingheffing moet evenwel nog nader bepaald worden. De harmonisatie van bronbelasting op dividenden van aandelen valt buiten de voorstellen. Deze wordt reeds in verband met de vennootschapbelasting behandeld. Bovendien kennen alle EG-landen al een vorm van dividendbelasting, zodat de neiging tot kapitaalvlucht wat dit aangaat wellicht minder groot zal zijn.

De in te voeren bronbelasting, die vooraf moet worden voldaan, en nadien met de inkomstenbelasting verrekend kan worden, geldt overigens alleen voor ingezetenen van de Europese Gemeenschap. Voor niet-ingezetenen blijft de huidige situatie, zoals weergegeven in tabel 1, in beginsel onveranderd. Landen met een meldingsplicht, zoals Denemarken en Nederland, behoeven de bronbelasting niet van hun eigen inwoners te heffen. De eventuele invoering van een uniforme bronbelasting – de lidstaten moeten de voorstellen unaniem aanvaarden – wordt overigens niet verwacht voor eind 1990.

Bronbelasting in Duitsland

De eerste discussies over invoering van een bronbelasting in Duitsland dateren van zeker mei 1986. De Westduitse regering verwierp toen krachtig de voorstellen van de oppositie om een bronbelasting in te voeren². De suggestie dat reeds in de herfst van dat zelfde jaar geruchten loskwamen over het invoeren van een bronbelasting, die hun weerslag hadden op de financiële ontwikkeling, vinden bij officiële bronnen geen steun. Over het algemeen gaat men ervan uit dat pas met de onverwachte aankondiging van de bronbelasting in oktober 1987 het effect ervan op de financiële ontwikkeling een aanvang heeft genomen. Overigens is wel al vanaf juni van dat jaar sprake van een groeiende netto-kapitaalexport die echter pas in oktober uitmondt in een recordbedrag van bijna DM 15 miljard; zie tabel 2. Ook de sterke daling van het ecart tussen de Duitse kapitaalmarktrente en de niet aan bronbelasting onderhevige DM-

Tabel 2. Kerngegevens inzake renteontwikkeling (maand-gemiddelden) en lang Duits netto kapitaalverkeer

Maand	Kapitaalmarktrente			DM-Eurobondrente		Netto lang kap.verk. (milj. DM)
	Neder-land	Duits-land	Verschil	Stand	Verschil t.o.v. DM-rente	
1987						
jan.	6,21	6,04	0,17	6,4	0,36	13.116
feb.	6,15	6,08	0,07	6,4	0,32	1.562
maart	6,22	5,97	0,25	6,3	0,33	2.229
april	6,12	5,77	0,35	6,2	0,43	77
mei	6,06	5,71	0,35	6,1	0,39	2.632
juni	6,26	6,08	0,18	6,2	0,12	-1.268
juli	6,43	6,31	0,12	6,4	0,09	-6.413
aug.	6,56	6,52	0,04	6,6	0,08	-4.615
sept.	6,81	6,77	0,04	6,7	-0,07	-7.689
okt.	7,05	6,88	0,17	6,8	-0,08	-14.305
nov.	6,37	6,42	-0,05	6,4	-0,02	429
dec.	6,30	6,48	-0,18	6,2	-0,28	-9.009
1988						
jan.	6,27	6,51	-0,24	6,1	-0,41	-5.282
feb.	6,09	6,31	-0,22	5,9	-0,41	-6.981
maart	6,01	6,21	-0,20	5,8	-0,41	-11.659
april	6,03	6,31	-0,28	5,8	-0,51	-6.452
mei	6,32	6,59	-0,27	6,0	-0,59	-8.303
juni	6,30	6,59	-0,29	6,0	-0,59	-11.243
juli	6,53	6,76	-0,23	6,2	-0,56	7.022
aug.	6,61	6,82	-0,21	6,3	-0,52	-5.741
sept.	6,43	6,62	-0,19	6,2	-0,42	-3.499
okt.	6,21	6,44	-0,23	6,1	-0,34	-3.324
nov.	6,25	6,39	-0,14	6,0	-0,39	-4.831
dec.	6,42	6,55	-0,13	6,0	-0,55	-10.572
1989						
jan.	6,59	6,68	-0,09	6,2	-0,48	-9.836
feb.	6,96	6,89	0,07	6,6	0,29	-8.484
maart	7,09	6,97	0,12	6,8	.	.
april	7,08	6,92	0,16	.	.	.

Bronnen: DNB; BIS; Deutsche Bundesbank, *Monatsberichte*, Statistische Beihefte.

Eurobonds sedert juni 1987 suggereert dat er mogelijk al vanaf medio 1987 enige invloed uitging van de verwachte invoering van de bronbelasting; zie tabel 2. Tussen juni 1987 en december 1988 is de Duitse netto uitstroom van lang kapitaal opgelopen tot DM 128 miljard, waarvan DM 85 miljard in 1988.

Het compromisvoorstel waarmee de Bondsdag uiteindelijk op 24 november 1988 instemde, ging minder ver dan het oorspronkelijke regeringsvoorstel. De regeling hield in dat vanaf 1 januari 1989 bij de bronbelasting wordt geheven op de datum dat de rente wordt uitgekeerd. Dit betekende vanuit administratief oogpunt een duidelijke vereenvoudiging ten opzichte van het oorspronkelijke systeem, waarbij in geval van een tussentijdse verkoop 10 procent belasting zou moeten worden ingehouden over de opgelopen rente tijdens de bezitsperiode. De wijziging bracht met zich mee dat beleggers bij verkoop van obligaties of spaardeposito's voor de coupon- of rentedatum aan buitenlanders, die de bronbelasting kunnen terugvorderen, geen belasting verschuldigd zijn. De belegger zou de obligaties na de coupondatum weer gewoon kunnen terugkopen, een praktijk die doorgaans 'coupon washing' wordt genoemd. De Duitse bronbelasting is voorsnog een kort leven beschoren geweest. Op 27 april werd officieel bekend gemaakt dat de Duitse bronbelasting per 1 juli 1989 zal worden afgeschaft. Over deze beslissing was reeds enige weken gespeculeerd, sinds de benoeming van de nieuwe minister van financiën medio april.

2. *Financial Times*, 4 december 1987.

Tabel 3. Kwartaalgemiddelden feitelijk en voorspeld rente-ecart tussen Nederland en West-Duitsland

	1986				1987				1988			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Kapitaalmarktrente												
a. Rente in Nederland	6,70	6,31	6,10	6,31	6,19	6,15	6,60	6,57	6,12	6,22	6,52	6,29
b. Rente in West-Duitsland	6,25	5,89	5,93	6,23	6,03	5,85	6,53	6,59	6,33	6,50	6,73	6,43
c. Rente-ecart	0,45	0,42	0,17	0,08	0,16	0,30	0,07	-0,02	-0,21	-0,28	-0,21	-0,14
d. Voorspeld rente-ecart	0,36	0,24	0,25	0,15	0,19	0,57	0,49	0,49	0,24	0,17	0,38	0,45
e. Voorspelfout (c-d)	0,09	0,18	-0,08	-0,07	-0,03	-0,27	-0,42	-0,51	-0,45	-0,45	-0,59	-0,59

Het Nederlands-Duitse rente-ecart

Naar algemeen wordt aangenomen heeft de Duitse aankondiging van de bronbelasting in oktober 1987 niet alleen aangezet tot een omvangrijke kapitaaluitstroom maar ook een druk op de Duitse kapitaalmarktrente teweeggebracht. Als indicator hiervan kan het beloop van het rente-ecart met andere landen worden gezien, en dan vooral met het monetair sterk op Duitsland georiënteerde Nederland. Zo is de scherpe daling van het ecart tussen de Duitse en de Nederlandse kapitaalmarktrente na oktober 1987, tot zelfs negatieve waarden (zie figuur 1), veelvuldig in verband gebracht met de aankondiging van de invoering van de bronbelasting in Duitsland³.

Nadere analyse van het rentebelooop aan de hand van een regressievergelijking bevestigt deze veronderstelling. De hiervoor gebruikte rentevergelijking sluit in beginsel aan bij de desbetreffende vergelijking uit MORKMON⁴. Mede met het oog op de hierna te bespreken toepassing op verscheidene landen is de specificatie evenwel enigszins aangepast en geschat over de meer recente waarnemingsperiode 1980:I-1987:III. De Nederlandse kapitaalmarktrente wordt in belangrijke mate verklaard uit de renteontwikkeling in Duitsland (r^{DU}) en in mindere mate de renteontwikkeling in de Verenigde Staten (r^{VS}). Daarnaast spelen de binnenlandse korte rente (r^k), het inflatieverschil ten opzichte van Duitsland ($\hat{p} - \hat{p}^{DU}$), alsmede de verwachte koersontwikkeling van de gulden ten opzichte van de dollar – berekend als het gewogen gemiddelde van de 1 t/m 5 perioden vertraagde koersmutaties – een rol ($\hat{\epsilon}_{\$}$). Ten slotte is het saldo van de lopende rekening in verhouding tot het nationale inkomen (SLR) van belang, enerzijds omdat het mede de koersverwachting bepaalt en anderzijds omdat het tot op zekere hoogte als een weerspiegeling van

de ruimte op de kapitaalmarkt kan worden gezien⁵. De desbetreffende vergelijking luidt als volgt (met tussen haakjes de t-waarden van de geschatte coëfficiënten):

$$r_t = 0,84 + 0,04 \hat{p} - \hat{p}^{DU} + 0,24 r^k + 0,60 r^{DU} +$$

(0,1) (1,1) (2,2) (2,9)

$$0,13 r^{VS} + 0,01 \hat{\epsilon}_{\$} + 0,04 SLR$$

(1,9) (0,3) (1,7)

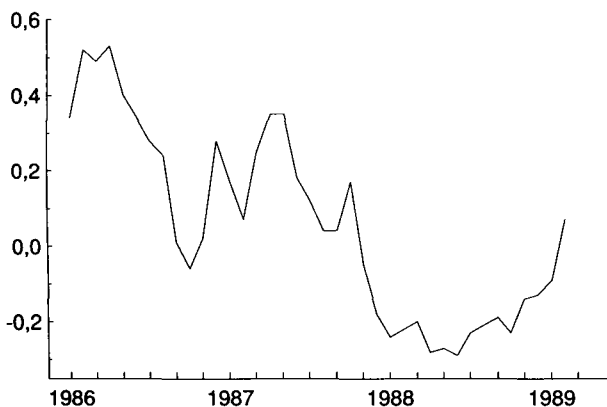
Schattingsperiode: 1980:I - 1987:III

$$\bar{R}^2 = 0,98 \quad DW = 1,71 \quad \rho = 0,47 (1,9)$$

Uitgaande van een residuele benaderingswijze kan het effect van de aankondiging van de Duitse bronbelasting in oktober 1987 op het rente-ecart worden berekend uit de voorspelfout van de geschatte vergelijking. Blijkens de onderste regel in tabel 3 komt tot omstreeks medio 1987 het feitelijke ecart tussen de Nederlandse en de Duitse lange rente – op een uitschieter in het tweede kwartaal van 1986 na – praktisch overeen met de voorspelde waarde volgens de geschatte rentevergelijking. Dit betekent dat de suggestie dat reeds vanaf 1986 geruchten over de invoering van een bronbelasting van betekenis zijn geweest, ook door de empirie niet wordt bevestigd. Met ingang van het derde kwartaal van 1987 wordt het ecart echter gemiddeld met 0,5 procentpunt overschat. Dit zou betekenen dat de aangekondigde bronbelasting in een 0,5 procentpunt lager rente-ecart heeft geresulteerd en dat het effect al enkele maanden voor de daadwerkelijke aankondiging heeft ingezet.

Een tweede wijze om het effect van de bronbelasting te meten is herschatting van de rentevergelijking tot en met de meest recente waarneming – hier het vierde kwartaal van 1988 – met opnemng van een dummy-variabele met het oog op de aankondiging van de bronbelasting. De coëfficiënt van de dummy-variabele geeft dan het (constante) effect van de aangekondigde bronbelasting weer. Ook bij deze benaderingswijze suggereren de uitkomsten dat er, afgezien van een uitschieter in het derde kwartaal van 1986, pas omstreeks medio 1987 sprake is van een statistisch significant effect op het rente-ecart. De grootte van het effect kan via deze weg op 0,5 à 0,7 procentpunt worden becijferd (zie daarvoor tabel 5).

Figuur 1. Ecart tussen de kapitaalmarktrente in Nederland en West-Duitsland



Bron: DNB, BIS.

3. Vergelijk bij voorbeeld De Nederlandsche Bank NV, *Jaarverslag 1987*, blz. 77, tabel 2.

4. Zie De Nederlandsche Bank NV, *MORKMON, een kwartaalmodel voor macro-economische beleidsanalyse*, Kluwer, Deventer, 1984.

5. Met het oog op een voor internationale vergelijking wenselijke uniforme specificatie is eenvoudshalve voor het saldo op de lopende rekening gekozen in plaats van bij voorbeeld het meer voor de hand liggende netto-kapitaalmarktsaldo met het buitenland.

Tabel 4. Verschil tussen feitelijk en voorspeld kapitaalmarktrente-ecart

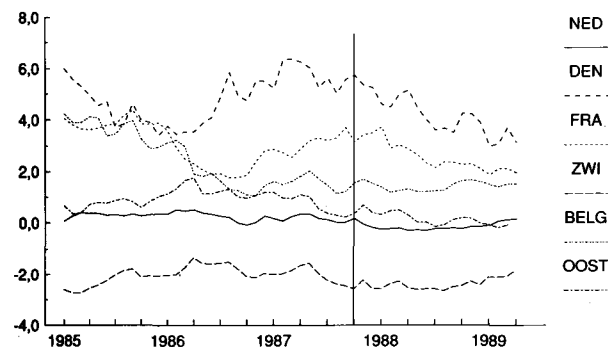
	1986				1987				1988			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Nederland	0,09	0,18	-0,08	-0,07	-0,03	-0,27	-0,42	-0,51	-0,45	-0,45	-0,59	-0,59
België	0,24	-0,31	-0,30	-0,08	-0,18	-0,32	-0,45	-0,19	-0,50	-0,50	-0,46	-0,64
Denemarken	-0,23	-0,65	0,12	0,11	1,08	0,88	1,97	0,93	0,70	0,49	-0,08	-1,32
Frankrijk	-0,17	-0,49	-0,37	0,10	0,07	0,24	0,44	0,36	-0,01	-0,54	-0,71	-1,17
Oostenrijk	0,20	0,32	0,22	0,15	0,11	-0,04	-0,22	-0,11	0,32	-0,48	-0,79	-0,93
Zwitserland	0,01	0,11	0,05	-0,00	-0,05	-0,11	-0,09	-0,18	-0,00	-0,16	-0,13	-0,34

Aankondigingseffect in andere landen

Figuur 2 illustreert dat in andere, enigszins vergelijkbare landen de Duitse aankondiging van de bronbelasting niet steeds direct in het lange-renteverschil met Duitsland kan worden waargenomen. Op het eerste gezicht is het effect nog het meest geprononceerd voor Denemarken en Frankrijk, waar de stijging van het rente-ecart omstreeks de aankondigingsdatum omslaat in een daling. In een aantal landen, met name België, Oostenrijk en Zwitserland is reeds voor de aankondiging in oktober sprake van een daling van het lange-rente-ecart. Bovendien is in België en Zwitserland – evenals overigens in Nederland – het rente-ecart met Duitsland in de periode medio 1987 t/m begin 1989 per saldo niet of nauwelijks gedaald. De uitkomsten van deze grafische inspectie sluiten echter niet uit dat in feite ook voor deze landen, evenals voor Nederland, een significante verlaging van het rente-ecart ten opzichte van Duitsland kan worden vastgesteld.

Met het oog hierop is voor alle vijf beschouwde landen een vergelijking geschat voor de kapitaalmarktrente met een analoge specificatie als eerder voor Nederland is beproefd. Hierbij is ook rekening gehouden met een eventuele invloed van het inflatieverschil met de Verenigde Staten. Daarbij zijn de verklarende variabelen waarvan de coëfficiënten een doorgaans insignificant verkeerd teken kregen buiten beschouwing gelaten. De invloed van de verschillende factoren alsmede de statistische kwaliteit van de geschatte vergelijking blijken per beschouwd land sterk uiteen te lopen. De invloed van de lange Duitse rente is, behalve in Nederland, vooral in Denemarken en Frankrijk groot. Daarentegen is zij van generlei statistische betekenis in Zwitserland, dat wat betreft het lange-rentebelooft relatief sterk blijkt te zijn georiënteerd op de Verenigde Staten.

Figuur 2. Beloop in een aantal landen van het kapitaalmarktrente-ecart ten opzichte van Duitsland



Toelichting: de verticale lijn geeft de maand oktober 1987 weer, in de loop waarvan de Duitse bronbelasting werd aangekondigd.
Bron: DNB, BIS.

In tabel 4 zijn op analoge wijze als eerder voor Nederland ook voor de overige vijf beschouwde landen de voorspelfouten van het rente-ecart met West-Duitsland berekend. Evenals in Nederland, is in deze landen – Denemarken uitgezonderd – vanaf omstreeks het derde kwartaal van 1987 het feitelijke rente-ecart met Duitsland duidelijk kleiner dan men op grond van de renteontwikkeling in het verleden zou verwachten. Wel is er een beduidend verschil in de grootte van het verschil en het moment waarop het daadwerkelijk inzet. Overigens spelen daarbij vermoedelijk statistische vertekeningen en invloeden van andere niet gemodelleerde economische factoren een niet onbelangrijke rol. Met het oog hierop is in tabel 5 de gemiddelde voorspelfout in de laatste 6 kwartalen berekend.

Van de vijf naast Nederland beschouwde landen is het ecartverlagende effect het grootst voor Oostenrijk en België met een gemiddelde in de laatste zes kwartalen van 0,48 respectievelijk 0,46 procentpunt. Houdt men evenwel voor België rekening met het feit dat het rente-ecart ook in de daaraan voorafgaande kwartalen met gemiddeld ruim 0,15 procentpunt wordt overschat, dan resulteert voor dat land een autonoom effect van zo'n 0,3 procentpunt. Dit komt bij benadering overeen met het effect dat voor Frankrijk wordt gevonden. Het kleinste effect wordt gemeten voor Zwitserland, dat ook blijkens de schattingsresultaten relatief sterk gericht is op de renteontwikkeling in de Verenigde Staten. Deze uitkomsten relativiseren enigszins de vrees dat bij invoering van een uniforme bronbelasting een grootscheepse kapitaalvlucht richting Zwitserland op gang zal komen. Het feit dat Zwitserland een bronbelasting op rente-inkomsten van 35% kent is hierbij wellicht een belangrijke factor.

In drie van de vijf beschouwde landen, te weten België, Zwitserland en Oostenrijk, is net als in Nederland reeds voor de officiële aankondiging van de bronbelasting in oktober een effect op het rente-ecart met Duitsland waarneembaar. Voor Frankrijk is pas vanaf het eerste kwartaal van 1988 een effect waarneembaar, dat bovendien vervolgens evenals in Oostenrijk geleidelijk oploopt. Dit in tegen-

Tabel 5. Geschat effect van aankondiging Duitse bronbelasting op kapitaalmarktrente-ecart t.o.v. West-Duitsland

Land	Op basis van gemiddelde voorspelfout laatste 6 kwartalen	Op basis van coëfficiënt dummy-variabele ingaand in:		
		1987:II	1987:III	1987:IV
Nederland	-0,50	-0,74 (4,5)	-0,54 (2,9)	-0,37 (1,6)
België	-0,46	-0,36 (1,3)	0,05 (0,2)	-0,42 (1,4)
Denemarken	0,45	1,23 (1,1)	0,64 (0,6)	-0,18 (0,2)
Frankrijk	-0,27	-0,11 (0,3)	-0,37 (1,2)	-0,62 (2,2)
Oostenrijk	-0,48	-0,32 (1,4)	0,15 (0,7)	-0,30 (1,3)
Zwitserland	-0,15	-0,17 (2,9)	-0,18 (2,8)	-0,15 (2,1)

Toelichting: zowel de gemiddelde voorspelfout als de dummy-variabele hebben betrekking op de periode eindigend in 1988:IV. Bij de coëfficiënten van de dummy-variabele staat tussen haakjes de t-waarde vermeld.

stelling tot Nederland en België waar binnen drie tot vier kwartalen het maximale effect wordt bereikt.

De raming van het effect aan de hand van een additioneel in de rentevergelijkingen opgenomen dummy-variabele laat *grosso modo* hetzelfde beeld zien. Bij deze benaderingswijze kan nu ook voor Denemarken, althans vanaf het derde kwartaal van 1987, een verlagend effect op het rente-ecart worden waargenomen; zie tabel 5. Overigens is het aldus berekende effect behalve in Nederland alleen in Zwitserland ook daadwerkelijk statistisch significant.

Al met al suggereren de berekeningen voor de vijf beschouwde Europese landen dat de aankondiging van de Duitse bronbelasting het ecart van de Belgische, Franse en Oostenrijkse rente ten opzichte van de Duitse kapitaalmarktrente langs een wisselend tijdspad doch met gemiddeld circa 0,3 tot 0,5 procentpunt heeft versmald. Voor Zwitserland ligt dit effect eerder in de buurt van 0,15 procentpunt. Voor Denemarken kan alleen via de dummy-variabele-benadering een – statistisch niet significant – rente-ecartverlagend effect worden waargenomen.

Deze uitkomst moet wellicht mede als indicatie worden gezien voor het tentatieve karakter van de onderhavige benaderingswijze, waarbij een uniforme specificatie voor de rentevergelijkingen voor de verschillende landen is gebezigd. Dit volgt ook tot op zekere hoogte uit de gevoeligheid van de uitkomsten voor de gekozen waarnemingsperiode. De uitkomsten voor Zwitserland blijken bij verlenging respectievelijk verkorting van de waarnemingsperiode met vier kwartalen nog het meest stabiel met een gemiddeld rente-ecartverlagend effect van tussen 0,12 en 0,16 procentpunt. Voor Oostenrijk, met een gemiddeld effect variërend van 0,41 tot 0,52 procentpunt, en Frankrijk, met een effect variërend van 0,18 tot 0,30 procentpunt, zijn de uitkomsten ook redelijk robuust. Voor Nederland en België, waar het gemiddelde effect varieert tussen 0,40 en 0,70 respectievelijk 0 en 0,5 procentpunt, is dit echter in mindere mate het geval. Overigens suggereren berekeningen met alternatieve modelspecificaties, waarbij het rente-ecart met Duitsland rechtstreeks wordt verklaard, vergelijkbare of – met name in het geval van Zwitserland – zelfs grotere effecten.

Besluit

De uitkomsten van de onderhavige analyse laten zien dat het aankondigen van de invoering van een bronbelasting op rente-inkomsten in Duitsland belangrijke effecten heeft gehad op de positie van de Duitse kapitaalmarktrente ten opzichte van die in andere landen.

Nadere analyse van het beloop van het rente-ecart van Nederland met Duitsland aan de hand van een vergelijking voor de kapitaalmarktrente wijst erop dat de Duitse aankondiging van de bronbelasting in oktober 1987 heeft geleid tot

een daling van het ecart met circa 0,5 procentpunt. Eventuele geruchten voor de aankondiging zijn, althans volgens de hier uitgevoerde berekeningen, alleen in de maanden voorafgaand aan de aankondiging van enige betekenis geweest voor het rente-ecart. Ook ten opzichte van andere landen kan een autonome versmalling van het ecart worden waargenomen, van deels vergelijkbare en deels geringere omvang. Het verhoudingsgewijs grote effect voor Nederland houdt mogelijk mede verband met het feit dat Nederland als een van de weinige EG-landen geen bronbelasting op rente-inkomsten kent. Dat voor Denemarken, waar naast Luxemburg evenmin een bronheffing geldt, geen effect wordt gevonden via de gebezigde residuele benadering, moet wellicht worden toegeschreven aan de invloed van de tegenvallende economische ontwikkeling aldaar en het in verband daarmee gevoerde economische beleid.

Blijkens de berekeningen is het drukkende effect op het lange rente-ecart ten opzichte van Duitsland na de aankondiging van de Duitse bronbelasting in de zes beschouwde Europese landen toegenomen tot waarden in de buurt van of zelfs boven het maximale effect van de bronbelasting, i.e. 10% van de Duitse kapitaalmarktrente van gemiddeld circa 6,5%. Dit spoor in zoverre met de verwachting op theoretische gronden dat het effect van de bronbelasting op het rente-ecart zal toenemen en dichterbij de maximale waarde zal komen te liggen, naarmate de invoeringsdatum dichterbij komt. Vanwege onder meer de mogelijkheid tot terugvoering door buitenlanders ligt het effectieve heffingspercentage evenwel ruim onder 10% en derhalve ligt het maximale ecartverlagende effect ruim onder 0,65 procentpunt. De gemeten aankondigingseffecten van de Duitse bronbelasting zouden dan duiden op een zekere mate van 'overshooting'. De omslag en de stijging van de rente-ecarts ten opzichte van Duitsland in de eerste maanden van 1989 zijn hiervoor wellicht mede een indicatie. Anderzijds moet niet worden uitgesloten dat de effecten met de hier gebezigde residuele benadering enigszins worden overschat, met name voor zover van het in februari 1987 gesloten Louvre-Akkoord uit hoofde van koersverwachtingen een verhogend effect op de Duitse lange rente is uitgegaan.

De intrekking van de Duitse bronbelasting zal ceteris paribus het effect van de invoering ervan ongedaan maken. Dit zou betekenen dat het ecart tussen de Nederlandse en de Duitse lange rente de komende periode op een niveau van naar schatting 0,2 à 0,4 procentpunt zal komen te liggen. De renteontwikkeling na de benoeming van de nieuwe minister van financiën in Duitsland medio april en de officiële bekendmaking van de intrekking van de bronbelasting op 27 april wijst eveneens in deze richting. Het rente-ecart, dat in de eerste maanden van dit jaar toch al was opgelopen, nam in de laatste twee weken met circa 0,1 procentpunt toe tot ruim 0,2 procentpunt ultimo april.

W.C. Boeschoten